

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-52-51>

УДК 336.7+336.14

СУБ'ЄКТИ ІНВЕСТУВАННЯ НА РИНКУ ДЕРЖАВНОГО БОРГУ

INVESTMENT ENTITIES ON THE GOVERNMENT DEBT MARKET

Маргасова Вікторія Геннадіївнадоктор економічних наук, професор,
Національний університет «Чернігівська політехніка»
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8582-2158>**Дубина Максим Вікторович**доктор економічних наук, професор,
Національний університет «Чернігівська політехніка»
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5305-7815>**Забаштанський Максим Миколайович**доктор економічних наук, професор,
Національний університет «Чернігівська політехніка»
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9417-0163>**Marhasova Viktoriya, Dubyna Maksym, Zabashtanskyi Maksym**
Chernihiv Polytechnic National University

Статтю присвячено дослідженню потреб у борговому збалансуванні державного бюджету за рахунок інвестицій суб'єктів на ринку державного боргу. Зростаюча динаміка показників боргового навантаження на бюджет України у тому числі відношення динаміки державного та гарантованого державою боргу до ВВП на фоні зростання видаткової частини бюджету у період воєнного стану обумовили необхідність активізації внутрішніх та зовнішніх інвесторів на ринку державного боргу України. При цьому зростаючі боргові ризики вимагають оптимізації боргової політики в Україні. Це викликало необхідність дослідження діяльності інвесторів в державні боргові інструменти, що відображено в статті. Приділено значну увагу вивченню динаміки інвестицій банків на ринку державного боргу. Виокремлено особливості інвестиційної діяльності різних груп суб'єктів на ринку державного боргу України.

Ключові слова: державний борг, дефіцит бюджету, інвестиції, ринок державного боргу, інвестиційна діяльність, боргове фінансування, державний бюджет, державні боргові цінні папери, фінансові інструменти, суб'єкти інвестування.

The political, economic and social instability prevailing in Ukraine makes it necessary for the state to find various sources of funding for growing needs. The war in Ukraine and previously accumulated problems complicate the task. The article substantiates the need to activate investment entities on the public debt market in connection with the growing budget deficit. The presence of debt problems in Ukraine is clearly visible from the analyzed statistical indicators characterizing the debt burden on the State Budget of Ukraine. In particular, this is the amount of public debt (external debt, domestic debt, state-guaranteed debt), as well as the ratio of public debt to the country's GDP. The characteristics of the main subjects of investment in the public debt market, which are generally represented by institutional investors, private investors, foreign investors and central banks, are given. In the domestic market, the shares in the ownership of government bonds of individual subjects were analyzed, in particular: the NBU, legal entities, banks, individuals, non-residents and territorial communities. Emphasis is placed on the analysis of banks' investment activities in government debt instruments, given their determining role as investors in the government debt market of Ukraine. The growing investment interest of the banking sector, which is directed from the sphere of lending to the real economy to the sphere of public debt investment, is described. The participation of foreign investors in financing the budget deficit is described, among the instruments of such financing are bonds and direct loans of international financial institutions and governments of foreign countries. The key features characterizing the activity of investment entities on the public debt market in Ukraine are highlighted. A conclusion was made about the need to solve urgent problems in the market of the public debt of Ukraine and their direct dependence on the

general macroeconomic and political situation of the country. In Ukraine, investment entities under martial law continue to finance the deficit of the state budget, providing the sum of the government's expenses for financing military expenses and other priority needs. Prospects for further research are launched by assessing the consequences of debt financing of the budget.

Keywords: public debt, budget deficit, investments, public debt market, investment activity, debt financing, public budget, public debt securities, financial instruments, investment entities.

Постановка проблеми. Політична, економічна та соціальна нестабільність, що панують в Україні – викликають необхідність пошуку державою різних джерел фінансування зростаючих потреб. Війна в Україні та накопичені раніше боргові проблеми ускладнюють поставлене завдання. Не зважаючи на численну допомогу іноземних держав та міжнародних установ, зростає потреба у борговому фінансуванні бюджету України. В цьому руслі важливим є теоретичне та практичне обґрунтування участі різноманітних суб'єктів інвестування на ринку державного боргу, який виступає каналом фінансування державних потреб як в поточному періоді так і в подальшій перспективі.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню діяльності суб'єктів інвестування на ринку державного боргу в цілому та в розрізі інструментів та ринків присвячено праці ряду науковців та дослідників. В контексті даного дослідження цікавістю становили праці: Богдан Т., Вергелюк Ю., Гордей О., Ганцяка М., Івахненко І., Коваленко Ю., Кришталь Г., Лондара С., Порицької А., Петренко О., Прицюк Л., Онишко С., Стеценка Б., Хоменко І., Черкасової С., Федосова В., Р. де Хааса. та ін.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Характеристика суб'єктів інвестування на ринку державного боргу із акцентуацією на побудову цілісної, гармонійної системи інвесторів на тлі зростаючих витрат та збереження меж боргової безпеки – ключові частини проблематики, що залишаються малодослідженими і потребують наукового обґрунтування.

Формулювання цілей статті. Мета статті полягає у поглибленні теоретичних та практичних засад діяльності суб'єктів інвестування на ринку державного боргу із позиції необхідності активізації їх діяльності на фоні зростання потреб у борговому фінансуванні державного бюджету.

На сучасному етапі розвитку, економічна ситуація в Україні характеризується політичною, економічною та соціальною нестабільністю, погіршенням відносин на міжнародних ринках збуту, значним зменшенням внутрішнього споживання, серйозними проблемами

з інфраструктурою та високим рівнем незбалансованості бюджетів усіх рівнів. Ці фактори відіграють негативну роль у соціально-економічному розвитку України та гарантуванні боргової безпеки країни. Слід зауважити, що така складна ситуація є результатом не лише військових конфліктів, але й наростаючого боргового тягаря, який є одним з основних факторів, що значно уповільнюють розвиток всіх секторів економіки.

Виклад основного матеріалу дослідження. Актуальним залишається питання ефективного залучення та раціонального використання державою фінансових ресурсів. Виважена боргова політика є ключовою умовою для зменшення бюджетного дефіциту, зміцнення фінансової стабільності країни та підвищення загального рівня боргової безпеки. Особливо проблематичною стає ситуація з національним боргом, який перманентно зростає. У ситуаціях економічних криз, іноземні запозичення виступають як інструмент для збільшення валютних резервів, забезпечення тимчасової стійкості національної валюти і зростання ресурсів, необхідних для економічного розвитку країни.

Проведемо аналіз боргового навантаження на національний бюджет протягом 2018–2022 років (табл. 1). Адже, головною причиною виникнення боргу та загального обмеження економічного розвитку країни є бюджетний дефіцит [1].

За даними таблиці 1 спостерігаємо, що лише за винятком 2019 року, коли рівень боргу трохи зменшився порівняно з попереднім періодом, загальний обсяг боргу зріс, досягнувши найвищого рівня в кінці 2022 року – 4258,2 млрд грн, що становить збільшення на 1528,7 млрд грн. Порівнюючи попередні роки, бачимо зростання боргу в 2021 році на 119,9 млрд грн (+4,7%) по відношенню до 2020 року та на 553,6 млрд грн (+27,7%) по відношенню до 2019 року. Варто зауважити, що у 2019 році спостерігалось зменшення як гарантованого, так і державного боргу. Однак, якщо проаналізувати цей же показник у доларах США, можна бачити зростання боргу на 6,1 млрд доларів США. Можна припустити, що мало місце зміцнення національної валюти

Таблиця 1

Боргове навантаження на Державний бюджет України у 2018–2022 рр., млрд грн

Показники	Роки				
	2018	2019	2020	2021	2022
Державний борг, в т.ч.	1860,5	1761,4	2259,2	2362,5	3891,2
зовнішній	1099,4	931,9	1258,5	1299,9	2470,7
внутрішній	761,1	829,5	1000,7	1062,6	1420,5
Гарантований державою борг, в т.ч.	308,1	237,0	292,7	309,3	366,9
зовнішній	297,8	227,3	260,4	260,3	294,9
внутрішній	10,3	9,6	32,3	49,0	72,0
Загальна сума боргу	2168,6	1998,3	2551,9	2671,8	4258,2

Джерело: побудовано авторами за даними [2]

протягом зазначеного періоду. Враховуючи поточну ситуацію та війну, перспективним є нарощення суми боргу.

Аналіз співвідношення державного боргу до ВВП в аналізованому періоді дозволить оцінити рівень боргового навантаження на економіку. Так, за винятком 2019 та 2021 року, цей показник перевищує 60%, що вважається критичним. У випадках перевищення позначки 60% слід говорити про ризики боргової кризи [3]. З огляду на результати, слід звернути увагу на пошук шляхів оптимізації боргової політики в країні, навіть із врахуванням форс-мажорних обставин (рис. 1).

Дані діаграми ілюструють зниження відсоткового співвідношення державного боргу до ВВП у 2021 році – показник становив 49%. Цей показник нижчий, ніж середні значення

в країнах з ринками, що формуються, де він складає 66,7%, а також нижчий за середній світовий рівень – 103,2% ВВП. Проте у 2022 році спостерігається значне зростання цього відсоткового співвідношення на 29,5% до рівня 78,4%, що перевищує припустиме значення в 60%. Таким чином, можна стверджувати, що з'явилася гостра потреба в залученні додаткових коштів, а суб'єкти, що інвестують на ринку державного боргу є важливими учасниками цього ринку. Саме тому, активізація інвестування на ринку державного боргу є важливою умовою вирівнювання бюджетного дефіциту в країні, адже забезпечить поточну стабільність системи державних фінансів з одного боку, а з іншого – надасть можливість для диверсифікації та захисту капіталу інвесторів.

ФІНАНСИ, БАНКІВЬКА СПРАВА ТА СТРАХУВАННЯ

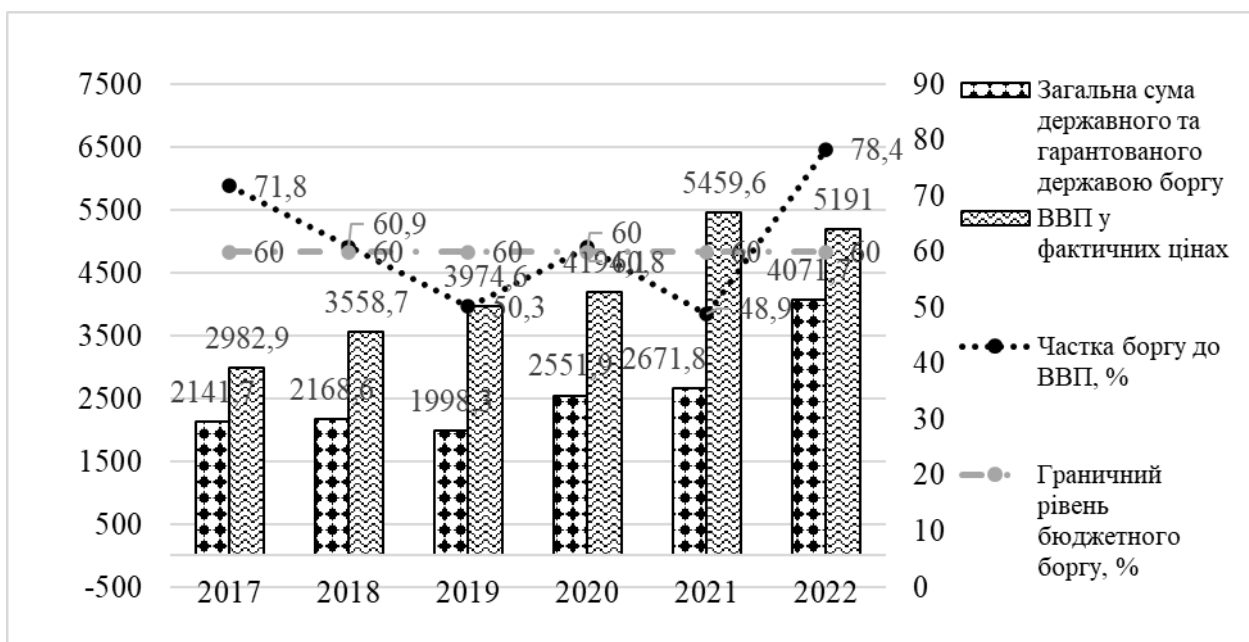


Рис. 1. Відношення динаміки державного та гарантованого державою боргу до ВВП за період 2017–2022 рр.

Джерело: побудовано авторами за даними [2]

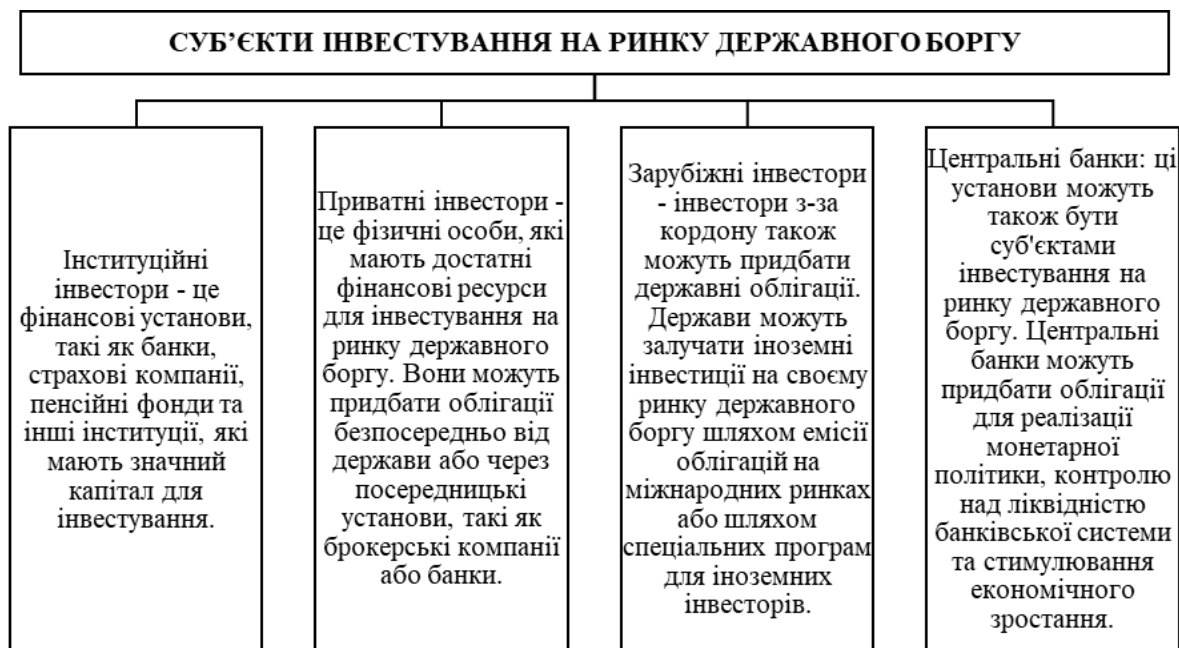


Рис. 2. Основні суб'єкти інвестування на ринку державного боргу

Джерело: побудовано авторами

Суб'єкти інвестування на ринку державного боргу – це учасники фінансового ринку, які придбають облігації або інші цінні папери, видані державою для залучення фінансування. Серед основних суб'єктів інвестування на ринку державного боргу можна виділити наступні (рис. 2).

На ініціативу Міністерства фінансів, Національний банк України проводить аукціони для розміщення ОВДП (облігацій внутрішньої державної позики), в яких беруть участь первинні дилери та сам Національний банк. Первинними дилерами можуть бути лише ті банки, які відповідають критеріям, встановленим Кабінетом Міністрів України [6]. Первинні дилери мають ексклюзивне право на придбання державних облігацій під час їх першочергового розміщення. Інвестори, які бажають придбати такі облігації, звертаються до первинних дилерів. Серед інвесторів, які здійснюють придбання ОВДП на первинному ринку в Україні, входять Національний банк України, банки, юридичні особи та фізичні особи, які є резидентами, а також нерезиденти (табл. 2).

Банки активно інвестують в державні облігації України як на біржовому, так і на позабіржовому ринках. Важливо зазначити, що частка державних банків на позабіржовому ринку становить 44,15%. Діяльність банків на ринку цінних паперів є виправданою, мало ризиковою та приносить стабільний та значний дохід. Ця діяльність не обмеж-

ується лише інвестуванням, що передбачає розміщення вільних ресурсів у цінні папери, а також включає посередницьку роль [4]. В свою чергу ОВДП може служити надійною гарантією для будь-якого банку, якщо він має потребу в залученні кредиту від Національного банку України. За даними річного звіту НБУ за 2020 рік, вкладення банків у державні облігації збільшилися на 60,4%. Це забезпечило дві третини номінального приросту чистих активів банків протягом року [5]. Загальну інформацію про інвестиційний портфель банків представлено у табл. 3.

Дані, наведені в табл. 3, свідчать про постійне зростання обсягів цінних паперів та інших фінансових інвестицій, а також про зростання їхньої частки у загальних активах банків України. Фактично всі боргові цінні папери банків України – це боргові інструменти, що випущені органами державної влади. Такий тренд описує інвестиційний інтерес банківського сектору, який спрямовується із сфери кредитування реальної економіки у сферу державного боргового інвестування. Отже, можна стверджувати, що ключову роль серед внутрішніх суб'єктів інвестування на ринку державних боргових цінних паперів займають банки. Оцінюючи ситуацію із зовнішніми інвесторами, звернемо увагу на дані, що представлені у таблиці 4, де відмічається чіткий тренд зростання надходження фінансових ресурсів від міжнародних фінансових організацій та

Таблиця 2

Відомості щодо держателів ОВДП, які знаходяться в обігу, станом на 30.12.2022 (млн грн)

Дата	Вид ЦП	Усього	Облігації, які знаходяться у власності					Нерезидентів
			НБУ	Банків	Юридичних осіб	Територіальних громад	Фізичних осіб	
30.12.2022	Всього	1387970,97	704569,95	485645,46	107298,20	1883,69	30170,25	58403,42
	ОВДП (в гривні)	1277804,75	704569,95	403546,67	94998,60	1883,69	14998,97	57806,87
	ОВДП (в іноз. валюті)	110166,22	0,00	82098,80	12299,60	0,00	15 171,28	596,54

Джерело: складено на основі [7]

операцій з випуску цінних паперів на зовнішньому ринку.

Основними інструментами інвестування на зовнішньому ринку є кредитні угоди та облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП). Крім того, уряд України активно працює над залученням міжнародної фінансової допомоги. Обсяги залучених інвестицій шляхом реалізації зазначених інструментів здобули свої особливості: по-перше, в кризових умовах відзначається зростання частки прямих позик в борговому портфелі держави; по-друге, нарощення обсягу продажу ОЗДП вдається досягти шляхом високої дохідності боргових інструментів, що робить їх інвестиційно привабливими. Також можна навести основні характеристики вітчизняного ринку державних цінних паперів та суб'єктів, які присутні на цьому ринку [8]:

- доступ до співпраці з Міністерством фінансів України мають ті первинні дилери, які зобов'язуються сприяти розвитку національного ринку державних цінних паперів. Серед первинних дилерів є одинадцять українських банків, четверо з яких є державними;

- на фондовому ринку п'ять бірж мають ліцензії на провадження професійної діяльності. Проте, обсяг торгів державними облігаціями (ОВДП) протягом останніх років значно відстає від обсягу торгів на позабіржовому ринку;

- державні облігації є вигідними інвестиційними інструментами, оскільки вони характеризуються високою дохідністю як у національній, так і в іноземних валютах. Незважаючи на наявні політичні й економічні ризики в державі, це робить їх привабливими для інвесторів;

- дохід, отриманий від державних облігацій (ОВДП), звільнений від оподаткування податком на доходи фізичних осіб та військовим збором;

- низький рівень фінансової грамотності населення, включаючи керівників підприємств, обмежує більш широке інвестування коштів в державні облігації;

- існує проблема недостатньої інформаційної політики, яку проводять як державні інституції, так і банки;

- низький рівень доходів громадян, що також сприяє складнощам. Протягом останніх двох років пандемії значно зменшили наявні ресурси потенційних інвесторів;

- наявність великої частки тіньової економіки ускладнює прозоре розміщення коштів в державних облігаціях (ОВДП);

- недостатня довіра до інституцій державного типу.

Таблиця 3

Обсяги портфеля цінних паперів українських банків та їхня частка в 2018–2022 рр.

	Роки				
	01.01.2019	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023
Цінні папери та інші фінансові інвестиції, млн грн	387616	459718	694333	766395	962890
Загальні активи, млн грн	1152624	1265206	1464543	1679562	1897546
Частка цінних паперів у загальних активах, %	33,63	36,34	47,41	45,63	50,74
Частка державних цінних паперів у структурі боргових цінних паперів, %	98,0	98,6	99,3	99,4	99,5

Джерело: складено на основі [7]

Таблиця 4

Динаміка боргу України, що сформований за рахунок позик іноземних суб'єктів у 2017–2022 рр., млрд грн

Джерело боргу	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Позики від міжнародних фінансових організацій	637,2	607,7	483,1	581,7	463,1	1100,3
Позики від органів управління іноземних держав	50,1	49,3	38,6	39,3	40,8	182,67
Позики від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	59	67,4	67,4	69,3	50,75	60,38
Випуск цінних паперів на зовнішньому ринку	574,5	622,4	527,5	774,5	625	828,54
Заборгованість, не віднесена до інших категорій	52,3	50,5	42,9	54,1	120,5	153,6
Усього зовнішнього боргу	1373,1	1397,3	1159,5	1159,5	1300,1	2325,44

Джерело: побудовано авторами за даними [2]

Важливо зазначити, що вирішення нагальних проблем на ринку державного боргу України прямо залежить від загального економічного і політичного стану в країні [9, с. 49]. Підвищення та стабілізація фінансового ринку, включаючи ринок цінних паперів, можливе лише за умов стійкого економічного зростання.

Висновки. Таким чином, роль внутрішніх та зовнішніх інвесторів на ринку державного боргу є визначальною. Особливо актуальним є збереження їх інвестиційного інтересу до державних боргових інструментів у кризовий період. Так, збереження інвестиційної активності на ринку впливає на його загальну динаміку та забезпечує фінансування потреб держави у позиковому фінансуванні бюджету. Суб'єкти інвестування у державні боргові інструменти диверсифікують власні інвестиційні портфелі та досягають прийняттого рівня ризику та балансу між ризиком та доходністю. Державні облігації часто вважаються низькоризиковими інвестиціями, які забезпечують стабільність та надійний

потік доходу для інвесторів. Активна участь суб'єктів інвестування забезпечує ліквідність на ринку державного боргу. Їх купівля та продаж сприяють ефективному функціонуванню ринку шляхом забезпечення постійного потоку угод, поліпшення визначення цін та сприяння зручності торгівлі для всіх учасників. Ефективно функціонуючий ринок державного боргу з активною участю інвесторів сприяє економічній стабільності та сталому економічному зростанню. Такі інвестиції підтримують ліквідність ринку, забезпечують стабільність цін та доходності державних цінних паперів, а також сприяють забезпеченню можливості торгівлі на ринку.

Варто також зауважити, що суб'єкти інвестування в умовах воєнного стану продовжують фінансування державного боргу, надаючи необхідні кошти уряду для фінансування військових витрат та інших пріоритетних потреб. Це допомагає забезпечити стабільність фінансування та функціонування держави в умовах воєнного конфлікту.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Хоменко І.О., Порицька А.О. Управління бюджетним дефіцитом в сучасних умовах. *Економіка та управління на транспорті*. 2018. № 6. С. 160–166. URL: <http://surl.li/fruya>
2. Державний борг та гарантований державою борг. Боргова статистика. URL: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>
3. Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів : монографія / За заг. ред. д.е.н., професора С.В. Онишко. Ірпінь : Видавництво Національного університету ДПС України, 2016. 452 с.
4. Черкасова С.В. Банківська інвестиційна діяльність на вітчизняному фондовому ринку. *Підприємництво і торгівля*. 2019. № 24. URL: <http://lute.lviv.ua/fileadmin/www.lac.lviv.ua/data/DOI/2522-1256-2019-24-07.pdf>
5. Річний звіт Національного банку України за 2020 р. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2020-rik>
6. Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів : Постанова Кабінету Міністрів України від 14.04.2009 № 363. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/363-2009-%D0%BF#Text>
7. Обсяги активних операцій та частка непрацюючих активів в цілому по системі. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist>
8. Prytsiuk L. Analysis of activities of domestic government bonds market entities of Ukraine. *Eastern Europe: economy, business and management*. 2022. № 1(34). DOI: <https://doi.org/10.32782/easterneurope.34-34>
9. Вергелюк Ю.Ю., Ганцяк М.О. Варіативність «ефекту витіснення» на ринку Державного боргу України. *Gesellschaftsrechtliche transformationen von wirtschaftlichen systemen in den zeiten der neo-industrialisierung : collective monograph ; herausgegeben vom Pasichnyk Yu. Nuremberg, Germany Verlag SWG imex GimbH*, 2020. P. 46–54.

REFERENCES:

1. Khomenko I., Porytska A. (2018) Upravlinnia biudzhetyum defitsytom v suchasnykh umovakh [Budget deficit management in modern conditions]. *Ekonomika ta upravlinnia na transporti – Economy and transport management*, 6, 160–166. Available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/eut_2018_6_26 (in Ukrainian)
2. Borhova statystyka: Derzhavnyi borh ta harantovanyi derzhavoiu borh [Debt statistics: State debt and state-guaranteed debt]. Available at: <https://mof.gov.ua/uk/derzhavnij-borg-ta-garantovanij-derzhavju-borg>. (in Ukrainian)
3. Onyshko S.V. (2016) Rehuliatyvnyj potentsial finansovoho rynku v umovakh hlobal'nykh vyklykiv [Regulatory potential of the financial market in the context of global challenges]. Irpin: Vydavnytstvo Natsional'noho universytetu DPS Ukrainy. (in Ukrainian)
4. Cherkasova S.V. (2019) Bankivska investytsiina diialnist na vitchyznianomu fondovomu rynku [Banking investment activity on the domestic stock market]. *Pidpryiemnytstvo i torhivlia – Entrepreneurship and trade*, 24. Available at: <http://lute.lviv.ua/fileadmin/www.lac.lviv.ua/data/DOI/2522-1256-2019-24-07.pdf> (in Ukrainian)
5. Richnyi zvit Natsionalnogo banku Ukrainy za 2020 r. Ofitsiyni sait Natsionalnogo banku Ukrainy [Annual report of the National Bank of Ukraine for 2020. Official website of the National Bank of Ukraine]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/richniy-zvit-natsionalnogo-banku-ukrayini-za-2020-rik> ((in Ukrainian)
6. Pro zaprovadzhennia instytutu pervynnykh dyleriv na rynku derzhavnykh tsinnykh paperiv: Postanova Kabinetu Ministriv Ukrainy vid 14.04.2009 № 363 [On the introduction of the institute of primary dealers in the market of state securities: Resolution of the Cabinet of Ministers of Ukraine dated 04.14.2009 No. 363]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/363-2009-%D0%BF#Text> (in Ukrainian)
7. Obsiahy aktyvnykh operatsii ta chastka nepratsiuiuchykh aktyviv v tsilomu po systemi. Natsionalnyi bank Ukrainy [Volumes of active operations and the share of non-performing assets in the system as a whole. National Bank of Ukraine]. Available at: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/supervision-statist> (in Ukrainian)
8. Prytsiuk L. (2022) Analysis of activities of domestic government bonds market entities of Ukraine. *Eastern Europe: economy, business and management*, no. 1(34). DOI: <https://doi.org/10.32782/easterneurope.34-34>
9. Verheliuk Yu.Yu., Hantsiak M.O. (2020) Variatyvnist "efektu vytisnennia" na rynku Derzhavnoho borhu Ukrainy [Variability of the "crowding-out effect" in the market of the State Debt of Ukraine]. *Gesellschaftsrechtliche transformationen von wirtschaftlichen systemen in den zeiten der neo-industrialisierung: collective monograph; herausgegeben vom Pasichnyk Yu. Nuremberg, Germany Verlag SWG imex GimbH*. (in Ukrainian)